BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2018

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2016, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2021. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils. Ces composantes, ainsi que les modifications des impôts indirects comme la TPS, peuvent occasionner des fluctuations considérables de l'IPC.
- Pour formuler la politique monétaire, la Banque cherche à faire abstraction des variations transitoires de l'inflation mesurée par l'IPC et se fonde sur des mesures de l'inflation fondamentale plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. De ce point de vue, ces mesures servent de guide dans la conduite de la politique monétaire afin de faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC — elles ne remplacent pas l'inflation mesurée par l'IPC.
- Les trois mesures de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque sont : l'IPC-tronq, qui exclut de l'IPC les composantes dont les taux de variation, au cours d'un mois donné, affichent les variations les plus extrêmes; l'IPC-méd, qui correspond à la variation de prix se situant au 50e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC; et l'IPC-comm, qui extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC au moyen d'une méthode statistique.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation* (24 octobre 2016) ainsi que le document d'information publié à ce sujet en octobre 2016. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada, 2018

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2018

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé
de Stephen S. Poloz, Carolyn A. Wilkins, Timothy Lane, Lawrence Schembri, Lynn Patterson et Sylvain Leduc.

Table des matières

L'économie mondiale 1

Encadré 1 : Évaluation annuelle de la croissance de la production potentielle mondiale 3

Les États-Unis 4

Les autres économies avancées 4

Les pays émergents 5

L'inflation 5

Les conditions financières 5

Les prix des produits de base 6

L'économie canadienne 9

L'évolution récente 10

La croissance de la production potentielle 12

Encadré 2 : Principaux éléments du scénario de référence 13

La capacité de production 14

Encadré 3 : Conditions sur le marché du travail et croissance des salaires 16

L'inflation 18

Les perspectives économiques 19

Les investissements des entreprises 21

Les exportations 23

Les perspectives d'inflation 24

Les risques entourant les perspectives d'inflation 27

Annexe : Réévaluation de la croissance de la production potentielle au Canada 31

L'économie mondiale

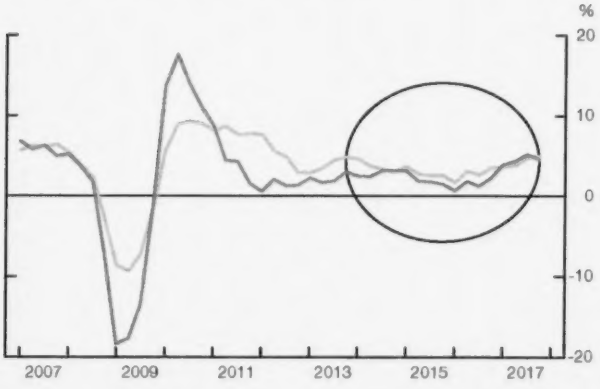
L'économie mondiale connaît une expansion solide et généralisée, mais les perspectives sont entachées d'un risque considérable lié aux tensions commerciales grandissantes. L'expansion a été soutenue par un essor du commerce international et des investissements des entreprises (**graphique 1**). Aux États-Unis, on s'attend à ce que les nouveaux plans de dépenses publiques et les réductions d'impôt annoncées précédemment stimulent la croissance au cours des prochaines années. Pour la majorité des autres régions, les perspectives de croissance dépassent aussi légèrement les prévisions formulées dans la livraison de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. L'expansion de l'économie mondiale devrait ralentir et passer d'environ 3¾ % en 2018 à quelque 3½ % en 2020 (**tableau 1**).

Cette projection tient compte d'un niveau estimatif plus élevé de la production potentielle dans certaines grandes économies avancées, attribuable en partie à un accroissement du taux d'activité (**encadré 1**). La capacité additionnelle estimée est probablement l'un des facteurs ayant contribué à une inflation modérée en 2017. Plus récemment, l'inflation fondamentale a connu

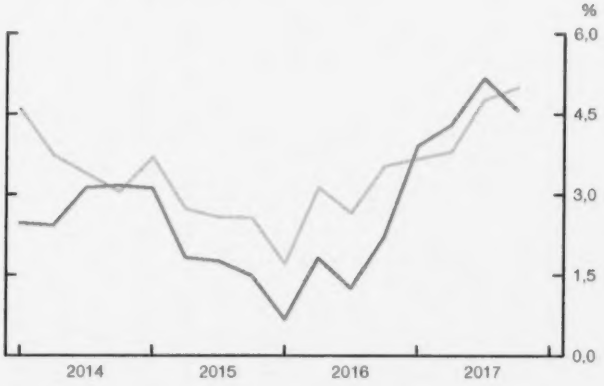
Graphique 1 : La croissance des échanges commerciaux et des investissements des entreprises s'est renforcée à l'échelle mondiale

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

a. Du 1er trimestre de 2007 au 4e trimestre de 2017



b. Du 1er trimestre de 2014 au 4e trimestre de 2017



— Volume des échanges mondiaux — Formation brute de capital fixe à l'échelle mondiale[a]

a. La formation brute de capital fixe à l'échelle mondiale porte sur un agrégat de données provenant de 48 économies avancées et émergentes, qui représentent 84 % du PIB mondial.

Sources : Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas et sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2017T4

un regain (**graphique 2**). Les conditions financières continuent d'alimenter la croissance, et la volatilité des marchés, qui avait atteint des niveaux extraordinairement bas, s'est accentuée, notamment du fait des préoccupations que suscitent le climat géopolitique et les politiques de commerce extérieur de certains pays.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2017	2018	2019	2020
États-Unis	15	2,3 (2,3)	2,7 (2,6)	2,7 (2,3)	2,0
Zone euro	12	2,5 (2,5)	2,3 (2,2)	1,7 (1,6)	1,5
Japon	4	1,7 (1,8)	1,5 (1,4)	1,0 (0,8)	0,2
Chine	18	6,9 (6,8)	6,6 (6,4)	6,3 (6,3)	6,1
Pays émergents importateurs de pétrole[c]	33	4,4 (4,3)	4,5 (4,2)	4,4 (4,2)	4,2
Autres pays[d]	18	1,4 (1,4)	2,0 (2,0)	2,4 (2,5)	2,7
Ensemble du monde	100	3,6 (3,6)	3,8 (3,6)	3,6 (3,5)	3,4

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international concernant les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2016 publiées en octobre 2017 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

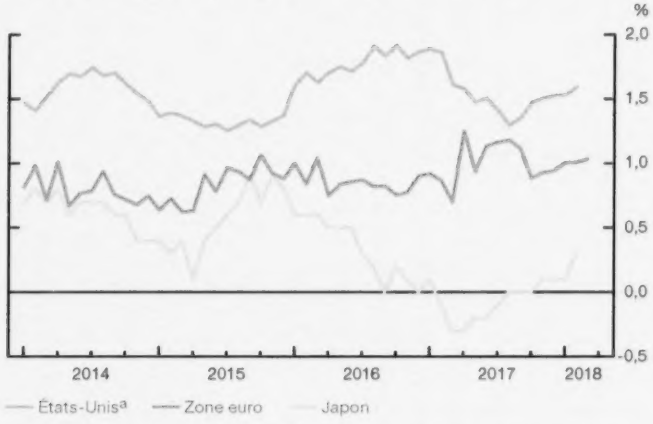
c. Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud —, des pays émergents et en développement d'Europe ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

d. Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

Graphique 2 : L'inflation fondamentale a connu un regain dans certaines économies avancées

Inflation fondamentale en glissement annuel, données mensuelles



a. L'inflation fondamentale aux États-Unis est mesurée à l'aide de l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages, et des indices des prix à la consommation sont utilisés pour les autres pays et régions.

Source : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernières observations : février 2018 (États-Unis et Japon) et mars 2018 (zone euro)

Encadré 1

Évaluation annuelle de la croissance de la production potentielle mondiale

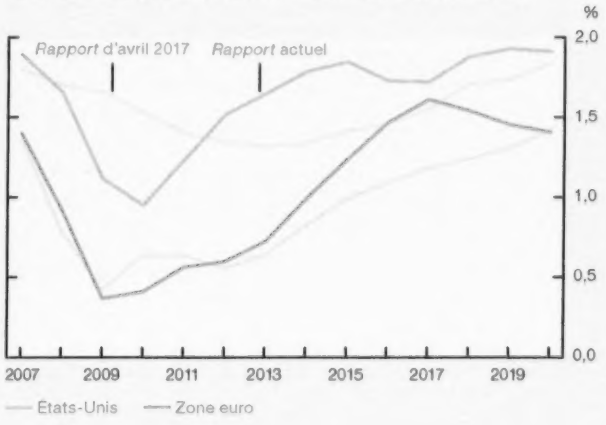
La Banque estime que la croissance de la production potentielle de l'économie mondiale aurait atteint un creux d'environ 3 ¼ % en 2017, après avoir enregistré, au cours de la dernière décennie, des replis successifs imputables surtout au vieillissement de la population et à une moindre croissance de la productivité[1].

La croissance de la production potentielle de l'économie mondiale devrait se maintenir aux environs de 3 ¼ à 3 ½ % sur la période de projection. Aux États-Unis, la croissance potentielle devrait gagner en vigueur à la faveur de la progression des investissements des entreprises, pour passer d'environ 1 ¾ % en 2017 à quelque 2 % en 2018. Ce taux dépasse la croissance estimative d'environ 1 ¼ % enregistrée pendant les années qui ont suivi la crise financière et économique mondiale de 2007-2009. Elle demeure toutefois en deçà de la moyenne annuelle de 3 % observée au cours de la décennie précédant la crise. En Chine, la croissance potentielle devrait continuer à ralentir, vu le vieillissement de la population et l'abandon progressif d'une croissance tributaire des investissements. Dans les autres pays émergents, on s'attend à une légère augmentation de la croissance potentielle grâce, entre autres, à des réformes structurelles.

Le niveau de la production potentielle de l'économie mondiale a fait l'objet de révisions historiques à la hausse. Celles-ci s'expliquent par de nouvelles estimations du stock de capital dans le groupe des « autres pays » ainsi que par une révision à la hausse de l'offre tendancielle de travail dans certaines économies avancées. Aux États-Unis, le taux d'activité de la population dans la force de l'âge s'est accru ces dernières années, ce qui porte à croire que le nombre de personnes disponibles pour travailler est plus grand qu'on ne l'avait estimé (**graphique 1-A**). De même, dans la zone euro, les signes persistants de ressources inutilisées sur le marché du travail indiquent que l'économie ne tourne pas à pleine capacité. Puisqu'elles prennent en compte les nouvelles données reçues au cours de la dernière année, les estimations historiques révisées de la croissance potentielle de l'économie mondiale étaient déjà largement intégrées à la projection de janvier de la Banque.

Graphique 1-A : **Les estimations de la croissance de la production potentielle aux États-Unis et dans la zone euro ont été revues à la hausse**

Taux de croissance de la production potentielle, données annuelles



Source : Banque du Canada

1 Pour en savoir plus, voir R. Beard et autres (2018), *Évaluation de la croissance de la production potentielle mondiale : avril 2018*, note analytique du personnel nº 2018-9, Banque du Canada.

Les politiques commerciales constituent, de fait, un risque de plus en plus important pour la croissance économique mondiale. Les annonces de l'administration américaine concernant les tarifs douaniers ainsi que les mesures de représailles envisagées par la Chine augmentent le risque d'une désaffection plus prononcée à l'égard d'un système commercial multilatéral fondé sur des règles. La renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) peut encore aboutir à des résultats fort variés. Même si les accords commerciaux ne faisaient l'objet d'aucun changement, les préoccupations accrues au sujet des politiques commerciales pourraient entraîner un resserrement des conditions financières plus prononcé que prévu, un recul de la confiance et une décélération plus marquée de la croissance. Bien qu'il table sur le maintien des accords commerciaux en vigueur, le scénario de référence de la Banque continue d'intégrer les répercussions négatives de l'incertitude sur les investissements à l'échelle mondiale et une estimation des effets associés à la renégociation de l'ALENA sur le Canada et le Mexique. Par convention, la Banque prendra en

compte l'incidence directe des tarifs douaniers annoncés par les États-Unis et la Chine dans ses prévisions lorsque ces derniers seront effectivement appliqués.

Les nouvelles mesures de relance budgétaire aux États-Unis ont stimulé l'activité économique

L'économie américaine a progressé à un rythme vigoureux, la demande intérieure privée s'étant redressée à la fin de 2017. L'atonie de la consommation observée au premier trimestre de 2018 devrait être passagère. Le marché du travail a affiché une bonne tenue : il s'est créé plus de 200 000 emplois par mois en moyenne au cours des six derniers mois. L'augmentation du taux d'activité de la population dans la force de l'âge enregistrée ces dernières années a également contribué à une révision à la hausse de la production potentielle. La réforme fiscale et les mesures de déréglementation votées aux États-Unis ont pu inciter davantage les acteurs internationaux à réorienter leurs investissements vers ce pays, au détriment d'autres.

Les importantes mesures de relance budgétaire devraient donner de l'élan à la croissance au cours des trois prochaines années. Le nouveau budget voté depuis la parution du *Rapport* de janvier prévoit une augmentation de plus de 300 milliards de dollars américains du plafond des dépenses fédérales. L'impact budgétaire de ce relèvement ainsi que de la réforme fiscale votée récemment devrait avoisiner 1 000 milliards de dollars américains durant la période de projection, ce qui devrait donner un véritable coup de fouet à la croissance[1]. Mais, étant donné que l'économie américaine fonctionne déjà près de son plein potentiel, on s'attend à ce que ces nouvelles dépenses exercent des pressions haussières supplémentaires sur l'inflation et les rendements obligataires par rapport à janvier.

On prévoit maintenant que l'économie américaine progressera à une cadence moyenne d'environ 2¾ % en 2018-2019, soit un taux nettement supérieur à celui de la production potentielle. Soutenue par un marché du travail vigoureux et les mesures de relance budgétaire, la consommation devrait augmenter à un bon rythme. La Banque s'attend à ce que les investissements des entreprises bénéficient d'une solide expansion de la demande privée ainsi que des changements fiscaux. À mesure que l'effet stimulant des politiques budgétaire et monétaire s'estompera, le taux d'accroissement du PIB devrait fléchir pour s'établir à quelque 2 % en 2020, avoisinant ainsi le rythme d'expansion de la production potentielle.

La croissance a été vigoureuse dans la zone euro et au Japon

La zone euro a connu une expansion généralisée de l'ordre de 2¾ % au quatrième trimestre de 2017, et les évolutions récentes indiquent que l'économie continuera probablement de croître plus rapidement que la production potentielle. Des gains notables ont été observés au chapitre de l'emploi, et la confiance des entreprises et des consommateurs est demeurée élevée. Le rythme de croissance devrait ralentir pour passer de 2¼ à 1½ % d'ici 2020, à mesure que les contraintes de capacité s'intensifieront et que la détente monétaire sera progressivement abandonnée. Ce profil est un peu plus favorable qu'on ne le prévoyait en janvier, en raison des révisions à la hausse de la croissance de la production potentielle et d'une demande intérieure plus solide.

1 Les effets des récentes réformes fiscales devraient s'accumuler et doper le PIB d'environ 1 % en 2020. Dans sa projection de janvier, la Banque a tenu compte de l'incidence des réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers et de l'impôt des sociétés.

Au Japon, l'amélioration de la conjoncture mondiale et le niveau élevé de la confiance des consommateurs ont favorisé une expansion robuste des investissements des entreprises et de la consommation. La croissance du PIB devrait se situer autour de 1½ % en 2018, puis diminuer sensiblement d'ici 2020 à la suite du relèvement prévu de la taxe sur la valeur ajoutée en 2019.

La croissance reste vigoureuse au sein des pays émergents

La Chine a affiché un taux de croissance avoisinant 7 % en 2017, soit une cadence plus rapide qu'escompté dans le dernier *Rapport* et qui s'est poursuivie quelque peu jusqu'au début de 2018. Néanmoins, on s'attend encore à ce que ce rythme diminue, pour passer d'à peu près 6½ % en 2018 à environ 6 % en 2020, dans le cadre de la transition amorcée vers une trajectoire de croissance plus soutenable. Les mesures adoptées dans le secteur financier depuis le début de 2017 ont limité l'expansion du secteur bancaire parallèle et contribué à modérer la croissance du crédit. Cependant, les vulnérabilités financières demeurent élevées.

L'expansion en cours dans d'autres pays émergents importateurs de pétrole devrait continuer de soutenir la croissance économique mondiale. La dépréciation de la monnaie de certains pays et la forte demande extérieure laissent augurer une amélioration des perspectives d'exportation comparativement à janvier, induisant un rythme de progression un peu plus rapide de l'ordre de 4¼ % pendant la période de projection. Dans les pays exportateurs de pétrole, les effets de l'assainissement budgétaire qui a été amorcé et du fléchissement passé des prix du pétrole devraient continuer de se dissiper, et contribuer ainsi au redressement de la croissance.

L'inflation se raffermit dans certaines économies avancées

Comme prévu, l'inflation fondamentale a continué de se raffermir aux États-Unis. Ce mouvement devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres, la demande excédentaire se renforçant au sein de l'économie et l'effet transitoire de la baisse passée des prix dans le secteur des télécommunications disparaissant. Selon la plupart des indicateurs, la croissance des salaires a été modérée aux États-Unis, mais elle devrait progresser à la faveur du resserrement du marché du travail.

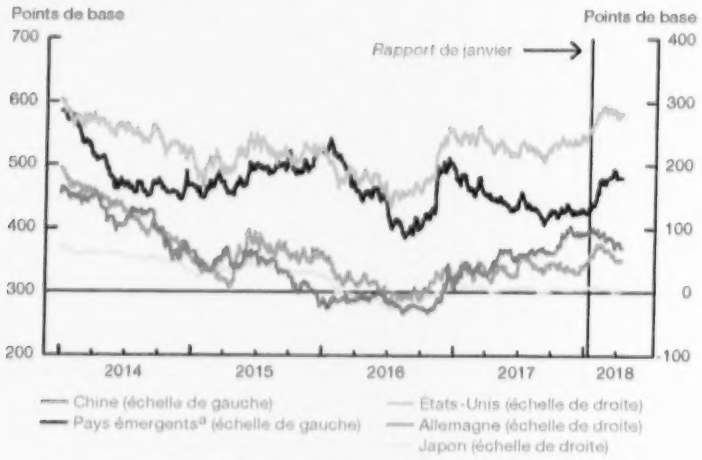
Dans la zone euro et au Japon, l'inflation fondamentale est en hausse depuis la fin de 2017. L'inflation y est encore faible, néanmoins, et elle ne devrait augmenter que graduellement au cours de la période de projection pour se rapprocher des cibles visées par les banques centrales.

Les conditions financières mondiales restent propices à l'activité économique

Les rendements des obligations d'État américaines se sont accrus depuis janvier, portés par des modifications réelles ou attendues du taux directeur (**graphique 3**). La normalisation de la politique monétaire diffère selon les pays concernés, les degrés de détente et le rythme des ajustements n'étant pas les mêmes. À ce chapitre, les États-Unis ont une longueur d'avance sur les autres pays industrialisés. Dans nombre d'économies avancées, les taux directeurs ont été soumis à la contrainte imposée par leur valeur plancher et les banques centrales ont eu recours à des instruments non traditionnels, comme l'assouplissement quantitatif et les indications prospectives. À mesure que ce type d'interventions est abandonné, les effets modérateurs de la politique monétaire sur la volatilité diminuent.

Graphique 3 : **Les rendements des obligations à long terme du gouvernement américain se sont accrus depuis janvier**

Données quotidiennes



a. La catégorie « Pays émergents » présente le rendement moyen pondéré des titres d'emprunt libellés en dollars américains de 18 pays.

Sources : J.P. Morgan, sources nationales, Reuters et Tullett Prebon Information par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 13 avril 2018

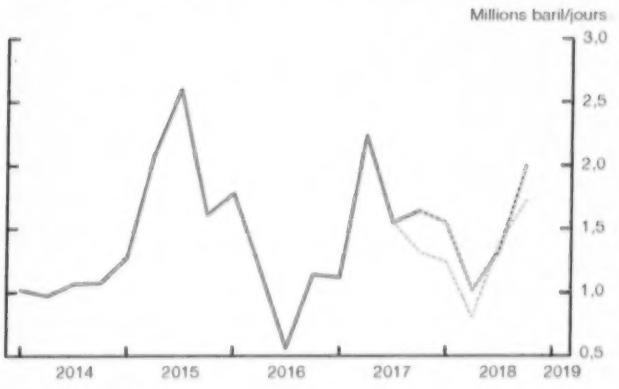
Les conditions financières sont encore propices à l'activité économique, même dans le contexte de l'accroissement des rendements des obligations et de la chute des cours des actions qui ont eu lieu récemment. Aux États-Unis, en dépit des perspectives de croissance plus robustes et des attentes d'un nouveau resserrement des conditions monétaires, le dollar américain s'est déprécié d'environ 5 % par rapport à l'an dernier, selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux. Les primes de terme et de risque demeurent en deçà de leurs niveaux historiques. Un relèvement plus rapide que prévu des taux d'intérêt, suscité éventuellement par des inquiétudes relatives à l'inflation, pourrait engendrer des turbulences sur les marchés financiers mondiaux. Dans certains pays émergents, la montée de la volatilité sur les marchés financiers qui s'est produite en février a donné lieu à une augmentation éphémère des sorties de portefeuille, laquelle met en évidence la vulnérabilité de ces pays face à une forte hausse des rendements.

La demande mondiale grandissante contribue à soutenir les prix du pétrole

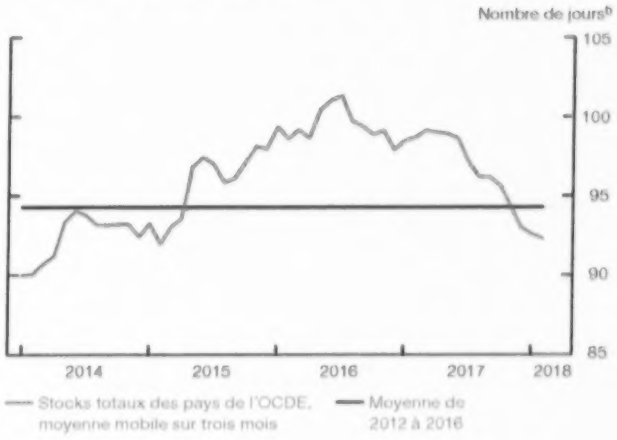
Les prix moyens du pétrole enregistrés récemment à l'échelle mondiale sont largement comparables à ceux postulés dans le *Rapport* de janvier. L'accroissement de la demande mondiale et la réduction de la production décidée par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole se sont traduits par une contraction des stocks, qui atténue le risque d'une baisse des prix (**graphique 4**). Aux États-Unis, les installations de forage de pétrole de schiste continuent de se multiplier, et la production de pétrole a augmenté de plus d'un million de barils par jour depuis avril 2017. La vigueur de l'expansion de la demande compense amplement la croissance de la production du pétrole de schiste, ce qui donne à penser que les risques liés

Graphique 4 : Le relèvement de la demande mondiale favorise le rééquilibrage du marché du pétrole

a. Demande mondiale de produits pétroliers, variation en glissement annuel, données trimestrielles



b. Stocks totaux de produits pétroliers raffinés et de pétrole brut des pays de l'OCDE[a], données mensuelles



a. OCDE est l'acronyme de l'Organisation de coopération et de développement économiques.
b. Nombre de jours pendant lesquels les stocks actuels de produits pétroliers permettent de répondre à la demande

Sources : Agence internationale de l'énergie et calculs de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : 2018T4 (demande de produits pétroliers) et février 2018 (stocks)

aux cours du pétrole sont assez équilibrés. Par convention, la Banque suppose que les cours du pétrole continueront d'avoisiner leurs niveaux récents pendant toute la période de projection (**encadré 2**, page 13).

L'écart entre les cours du West Texas Intermediate et du Western Canada Select a récemment diminué mais demeure important, du fait des contraintes associées au transport de ce dernier. Parallèlement, les prix du gaz naturel ont fortement reculé, en raison des fluctuations de la demande liées aux conditions météorologiques en Amérique du Nord et du renforcement de l'offre à long terme.

Après avoir progressé tout au long du second semestre de 2017, l'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque est devenu relativement stable depuis janvier. Les mises en chantier robustes aux États-Unis et la congestion des infrastructures de transport ferroviaire ont entraîné un renchérissement du bois d'œuvre. Les tarifs douaniers annoncés dernièrement par les États-Unis et la Chine ont fait reculer les prix du minerai de fer et de certains produits agricoles, comme ceux du porc. À terme, l'indice devrait demeurer près de son niveau actuel.

L'économie canadienne

La croissance économique canadienne a ralenti et l'économie tourne près des limites de sa capacité. Bien qu'un ralentissement ait été prévu, des facteurs temporaires — notamment la volatilité des livraisons commerciales, amplifiée par la congestion des infrastructures de transport, et la réaction dynamique du marché du logement aux modifications réglementaires — provoquent des fluctuations considérables de la croissance à court terme.

Abstraction faite de ces fluctuations, la croissance de l'économie devrait s'établir en moyenne un peu au-dessus de celle de la production potentielle sur les trois prochaines années. La Banque prévoit maintenant que l'expansion du PIB réel avoisinera 2 % en 2018 et en 2019, pour ensuite descendre à 1,8 % en 2020, soit au taux de croissance estimé de la production potentielle. Par rapport à la projection de janvier, ce profil d'évolution tient compte d'une légère révision à la baisse pour 2018 et d'une révision à la hausse plus appréciable pour 2019 (**tableau 2**). Le profil plus élevé de l'activité économique intègre des mesures additionnelles de relance budgétaire et des révisions à la hausse apportées au profil estimé de la production potentielle (**annexe**, page 31) et du revenu national.

Tableau 2 : **Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
Points de pourcentage[a, b]

	2017	2018	2019	2020
Consommation	2,0 (2,1)	1,5 (1,6)	1,2 (0,9)	1,0
Logement	0,2 (0,2)	0,0 (0,1)	0,0 (-0,1)	-0,1
Administrations publiques	0,6 (0,5)	0,6 (0,4)	0,3 (0,2)	0,4
Investissements fixes des entreprises	0,3 (0,2)	0,4 (0,4)	0,3 (0,3)	0,3
Total partiel : demande intérieure finale	3,1 (3,0)	2,5 (2,5)	1,8 (1,3)	1,6
Exportations	0,3 (0,3)	0,0 (0,6)	0,9 (0,9)	0,8
Importations	-1,2 (-1,1)	-0,5 (-0,6)	-0,4 (-0,6)	-0,6
Total partiel : exportations nettes	-0,9 (-0,8)	-0,5 (0,0)	0,5 (0,3)	0,2
Stocks	0,8 (0,8)	0,0 (-0,3)	-0,2 (0,0)	0,0
PIB	3,0 (3,0)	2,0 (2,2)	2,1 (1,6)	1,8
Pour mémoire (taux de variation)				
Fourchette de la production potentielle	de 1,4 à 2,0 (de 1,0 à 1,6)	de 1,5 à 2,1 (de 1,1 à 1,7)	de 1,4 à 2,2 (de 1,1 à 1,9)	de 1,3 à 2,3
Revenu intérieur brut réel	3,9 (3,9)	2,5 (2,4)	1,9 (1,7)	1,8
Inflation mesurée par l'IPC	1,6 (1,6)	2,3 (2,0)	2,1 (2,1)	2,1

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

Au cours de la période de projection, la composition de la croissance est appelée à changer, la contribution des dépenses des ménages allant en diminuant et celle des investissements des entreprises et des exportations affichant une hausse relative. Le niveau accru des taux d'intérêt devrait concourir à cet ajustement. La Banque s'attend à ce que les politiques monétaire et budgétaire soutiennent l'activité économique durant la période projetée et aident à atténuer l'effet modérateur qu'entraîne, sur les investissements des entreprises et les exportations, l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur et les défis qui se posent sur le plan de la compétitivité.

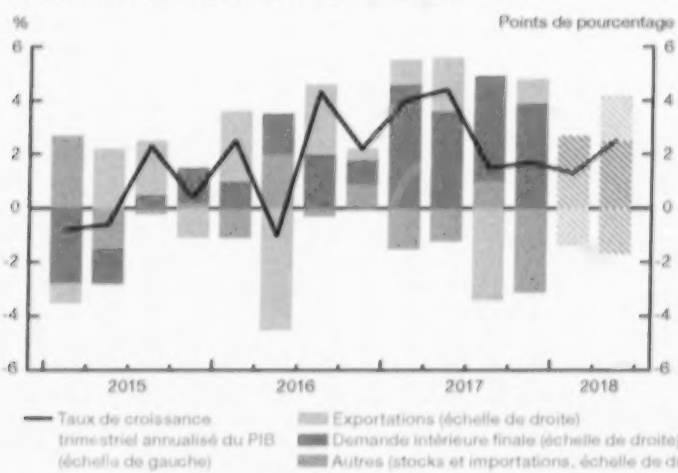
L'inflation se situe près de la cible. Tant le taux d'accroissement de l'indice des prix à la consommation (IPC) que les mesures de l'inflation fondamentale privilégiées par la Banque ont récemment remonté pour atteindre environ 2 %. Les facteurs temporaires exerçant des pressions haussières sur l'inflation, à savoir les prix de l'essence et les hausses du salaire minimum, contrebalancent amplement l'effet modérateur décroissant induit par les prix de l'électricité et des aliments. Comme ces pressions haussières devraient persister plus longtemps que les pressions baissières, on prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC sera légèrement plus élevée en 2018 qu'on ne l'escomptait en janvier, mais qu'elle retournera néanmoins aux alentours de la cible de 2 % par la suite.

La croissance devrait se raffermir après un premier trimestre lent

Le PIB réel devrait progresser d'environ 2 % en moyenne au premier semestre de 2018, mais la Banque s'attend à une variation des taux de croissance en glissement trimestriel (**graphique 5**). Les fluctuations s'observent surtout dans les exportations, le secteur du logement et les investissements. Compte tenu de ces facteurs, l'activité économique aurait progressé, selon les estimations, de 1,3 % au premier trimestre, et devrait rebondir et croître de 2,5 % au deuxième (**tableau 3**).

Graphique 5 : **La croissance devrait fluctuer autour de 2 %, en moyenne, au premier semestre de 2018**

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2018T2

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne
Taux de variation en glissement annuel[a]

	2017		2018		2017	2018	2019	2020
	T3	T4	T1	T2	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	1,4 (1,4)	1,8 (1,8)	2,1 (1,7)	2,3	1,8 (1,8)	2,4 (2,1)	2,1 (2,1)	2,1
PIB réel	3,0 (3,0)	2,9 (3,0)	2,2 (2,7)	1,8	2,9 (3,0)	2,1 (1,8)	2,0 (1,7)	1,7
Taux de variation en glissement trimestriel (chiffres annualisés)[b]	1,5 (1,7)	1,7 (2,5)	1,3 (2,5)	2,5				

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'**encadré 2** de la présente livraison.

b. Les premier et deuxième trimestres de 2018 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. C'est pour cette raison que le taux de variation en glissement trimestriel n'est pas présenté au-delà de cette période. Les taux de variation en glissement annuel au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

Les exportations ont reculé au premier trimestre, en partie sous l'effet des problèmes dans le transport qui ont interrompu la livraison de certains produits de base. Ces perturbations devraient être temporaires, et la croissance des exportations est appelée à rebondir au deuxième trimestre, à la faveur d'une hausse marquée des exportations de pétrole brut, la croissance de la production se poursuivant. Les exportations de produits de base non énergétiques, comme le bois d'œuvre et les produits agricoles, renoueront avec la croissance à mesure que seront réglés les retards de livraison causés par les intempéries et les problèmes de capacité du transport ferroviaire.

Selon les estimations de la Banque, l'activité sur le marché de l'habitation se serait nettement contractée au premier trimestre à la suite de l'entrée en vigueur de la version révisée de la ligne directrice B-20[2]. Cette contraction a été accentuée par le fait que certains acheteurs se sont empressés, au quatrième trimestre de 2017, d'acquérir un logement avant d'être assujettis à la nouvelle mesure (**graphique 6**). Au deuxième trimestre de 2018, l'activité sur le marché de l'habitation devrait se redresser, les reventes amorçant une reprise.

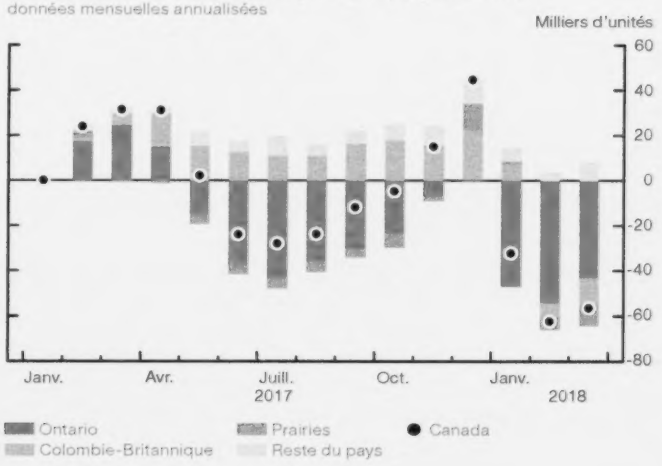
La croissance des investissements a vraisemblablement marqué une pause au premier trimestre, en raison essentiellement de l'achèvement de plusieurs grands projets énergétiques à la fin de 2017. La contraction des investissements dans le secteur de l'énergie a contrebalancé l'expansion en cours des investissements dans d'autres secteurs. La tendance positive des dépenses d'investissement devrait se rétablir au deuxième trimestre de l'année. Les données récentes sur les importations continuent de faire état d'une croissance robuste des investissements en machines et matériel (**graphique 7**).

Comparativement à la projection de janvier, la croissance économique était plus faible au quatrième trimestre de 2017, du fait surtout des importations supérieures aux attentes de machines et de matériel. Bien que le PIB réel ait augmenté à un rythme proche de celui de la production potentielle, la contribution de la demande intérieure a été vigoureuse (**graphique 5**). L'estimation de la croissance économique pour le premier trimestre de 2018 est également revue à la baisse, ce qui tient principalement aux variations de l'activité d'un trimestre à l'autre.

2 La version révisée de la ligne directrice B-20, annoncée par le Bureau du surintendant des institutions financières en octobre 2017, a pris effet le 1er janvier 2018. Elle vise à renforcer les pratiques de souscription des prêts hypothécaires résidentiels.

Graphique 6 : Les nouvelles règles du financement hypothécaire ont contribué aux récentes fluctuations des reventes de logements

Variation cumulée des reventes de logements depuis janvier 2017, données mensuelles annualisées

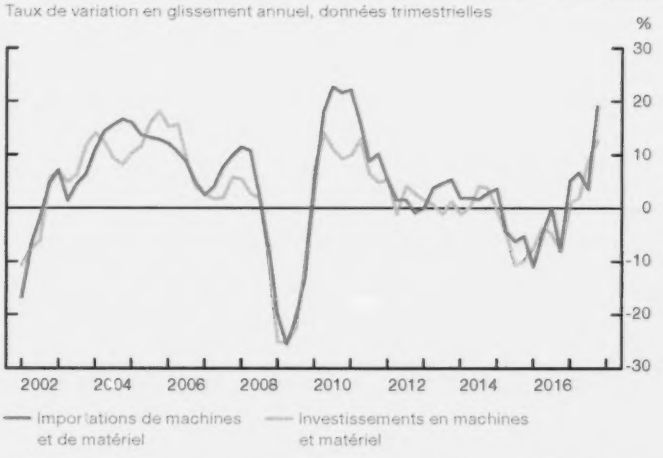


Sources : Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2018

Graphique 7 : Les récentes données sur les importations font état d'une croissance robuste des investissements en machines et matériel

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2017T4

La croissance de la production potentielle a été revue à la hausse

Dans le présent rapport, la Banque fournit sa réévaluation annuelle des fourchettes de la croissance de la production potentielle. Ainsi, la croissance potentielle devrait être plus forte qu'estimé en avril 2017 et s'établir à 1,8 % entre 2018 et 2020, et à 1,9 % en 2021 (**encadré 2** et **annexe**). On s'attend à une amélioration de la croissance tendancielle de la productivité

du travail, à la faveur d'une hausse des investissements des entreprises. La croissance tendancielle du facteur travail continuera de ralentir en raison du vieillissement de la population, l'immigration ne le contrebalançant que partiellement. L'estimation que fait la Banque de la production potentielle est sujette à une incertitude considérable. Elle est donc présentée sous forme de fourchette (**tableau 2**).

Encadré 2

Principaux éléments du scénario de référence

La projection de la Banque repose toujours sur plusieurs hypothèses centrales, dont la modification aura des répercussions sur les perspectives entourant les économies mondiale et canadienne. La Banque examine périodiquement ces hypothèses et évalue la sensibilité de la projection à celles-ci. La Banque s'appuie actuellement sur les hypothèses suivantes :

- La Banque suppose que les cours du pétrole se maintiendront près de leurs niveaux moyens récents, à savoir environ 65, 60 et 40 $ US le baril pour le Brent, le West Texas Intermediate (WTI) et le Western Canada Select (WCS). Les cours du Brent et du WTI sont à peu près les mêmes que ceux postulés dans le *Rapport* de janvier, tandis que celui du WCS est plus élevé d'environ 5 $.
- Par convention, la Banque ne cherche pas à prévoir le taux de change dans le scénario de référence. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera, durant la période de projection, près du niveau moyen observé récemment, soit 78 cents, comparativement aux 79 et 81 cents postulés en janvier et en octobre, respectivement.
- La Banque estime que l'écart de production se situait à l'intérieur d'une fourchette de -0,75 % à +0,25 % au premier trimestre de 2018. Cette hypothèse se compare à celle de janvier, la Banque postulant alors un écart de production de l'ordre de -0,25 % à +0,75 % au quatrième trimestre de 2017[1].
- La croissance de la production potentielle du Canada devrait se maintenir à 1,8 % de 2018 à 2020, et atteindre 1,9 % en 2021. Cette estimation constitue une révision à la hausse de l'hypothèse retenue dans le *Rapport* de janvier, laquelle prévoyait une croissance avoisinant 1,6 % pour la période 2018-2019. De plus amples précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la production potentielle sont données dans l'**annexe**, à la page 31.
- Le taux directeur nominal neutre est défini comme le taux d'intérêt réel compatible avec un niveau de production qui se maintient durablement au niveau potentiel et un taux d'inflation qui demeure égal à la cible, auquel on ajoute 2 % pour tenir compte de la cible d'inflation. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. La Banque a revu son analyse du taux neutre à l'occasion de sa réévaluation annuelle de la production potentielle. Elle estime qu'au Canada, le taux neutre continue de s'inscrire dans une fourchette de 2,5 à 3,5 %, soit la même qu'en janvier. La projection économique est basée sur le point milieu de cette fourchette.
- Depuis avril 2017, le scénario de référence intègre le jugement quelque peu négatif que la Banque porte sur la croissance des investissements et des exportations. Initialement, ce jugement tenait compte des effets de l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur; plus récemment, il prenait aussi en considération la perte prévue de compétitivité du Canada en matière d'investissement causée par la réforme fiscale américaine. La Banque s'attend à ce que ces facteurs abaissent le niveau des investissements des entreprises et des exportations d'environ 3 et 1 ½ %, respectivement, d'ici la fin de 2020 (**tableau 2-A**).

Tableau 2-A : Incidence des principales hypothèses sur le niveau des investissements des entreprises et des exportations
En pourcentage

		2017T4	2020T4
Investissements des entreprises	Réforme fiscale aux États-Unis	0,0	-0,9
	Incertitude entourant la politique de commerce extérieur des États-Unis	-0,8	-2,1
Exportations	Réforme fiscale aux États-Unis	0,0	-0,4
	Incertitude entourant la politique de commerce extérieur des États-Unis	-0,2	-1,0

1 D'après les estimations, le niveau de la production potentielle au quatrième trimestre de 2017 a été plus élevé de 0,3 % à celui postulé dans le *Rapport* de janvier. Cette augmentation résulte d'une révision à la hausse de la croissance du facteur travail tendanciel attribuable aux solides gains au chapitre de l'emploi enregistrés en 2017. Par ailleurs, les données les plus récentes indiquent que le niveau du PIB réel au quatrième trimestre de 2017 a été inférieur de 0,1 % à celui projeté.

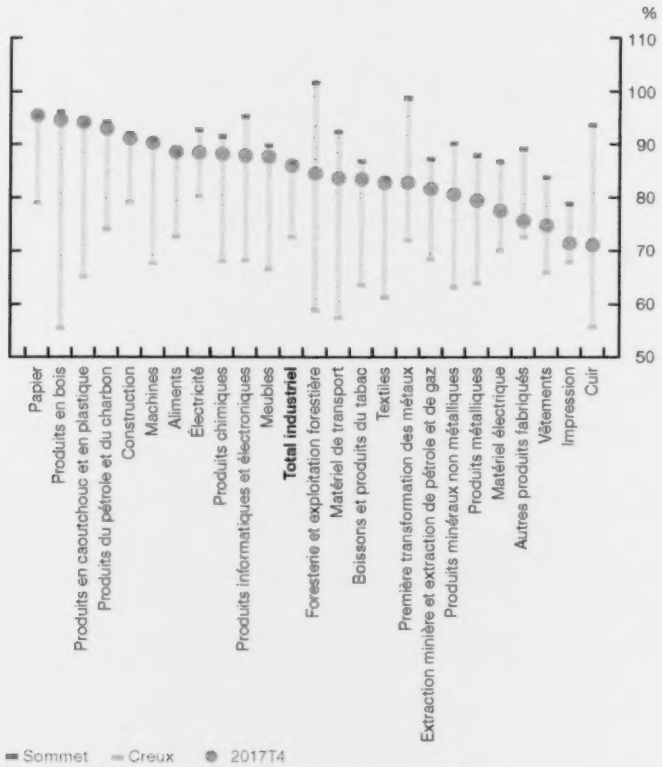
L'économie continue de tourner près des limites de sa capacité

Compte tenu des révisions positives touchant la production potentielle et du niveau du PIB inférieur aux attentes, la Banque juge que l'écart de production au premier trimestre de 2018 oscillait entre -0,75 et +0,25 % (**encadré 2**). Bien que cette fourchette soit un peu plus basse qu'en janvier, elle implique encore que l'économie canadienne tourne près des limites de sa capacité depuis trois trimestres consécutifs.

Si les entreprises ont ajouté au potentiel de l'économie ces derniers trimestres en investissant de plus en plus en machines, en matériel et en structures ainsi qu'en embauchant davantage, certaines continuent néanmoins d'être aux prises avec d'importantes contraintes de production. Le taux global d'utilisation de la capacité industrielle se trouve maintenant près de son record historique, plusieurs secteurs frisant ou égalant leur sommet d'après 2003 (**graphique 8**)[3]. De plus, selon les résultats de l'enquête sur

Graphique 8 : **Dans de nombreuses branches d'activité, le taux d'utilisation de la capacité industrielle avoisine les sommets atteints après 2003**

Données trimestrielles



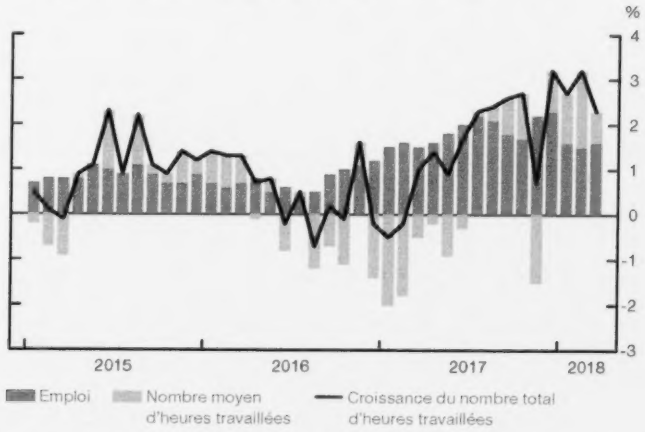
Nota : Les sommets et les creux se fondent sur la période allant du premier trimestre de 2004 au quatrième trimestre de 2017.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2017T4

3 Des branches d'activité prises en compte dans les données sur l'utilisation de la capacité industrielle de Statistique Canada, qui représentent près de 30 % du PIB du Canada aux prix de base, environ les trois quarts se situent à moins de 5 points de pourcentage de leur sommet atteint après 2003.

Graphique 9 : L'emploi et les heures travaillées se sont fortement accrus

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : mars 2018

les perspectives des entreprises publiés ce printemps, les pressions sur la capacité de production ont fléchi mais restent proches des niveaux élevés observés dernièrement, surtout en dehors des régions productrices de pétrole et de gaz.

Le marché du travail continue de s'améliorer dans l'ensemble des secteurs et des régions, quoique la croissance de l'emploi et du nombre d'heures travaillées ait ralenti depuis le début de l'année (**graphique 9**). Le taux de chômage demeure près de son plus bas en 40 ans. Le nombre de postes vacants a augmenté de près de 25 % au cours de la dernière année et atteignait 470 000 au quatrième trimestre de 2017, un chiffre considérablement plus élevé que le taux d'accroissement annuel typique de l'emploi. Les fortes intentions d'embauche et les difficultés accrues sur le plan du recrutement, révélées dans la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises, semblent également indiquer un resserrement des marchés du travail et une diminution des ressources inutilisées sur ces derniers. Il subsiste toutefois des signes de chômage et de sous-emploi : le taux de chômage à long terme reste relativement élevé, le taux d'activité des jeunes dispose d'une marge de progression, et les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises dans les régions productrices de pétrole et de gaz continuent de signaler une marge résiduelle de ressources inutilisées sur leur marché du travail.

L'amélioration globale sur le marché du travail a contribué à l'accroissement des salaires (**graphique 10** et **encadré 3**). Les entreprises sondées dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises de ce printemps font état de signes d'une intensification des pressions salariales, attribuable à la concurrence en matière de main-d'œuvre et, dans une moindre mesure, aux hausses du salaire minimum. Le taux de croissance des salaires est légèrement inférieur à ce à quoi l'on pourrait s'attendre dans le contexte d'une économie fonctionnant sans main-d'œuvre excédentaire.

Encadré 3

Conditions sur le marché du travail et croissance des salaires

Durant la dernière année, l'économie canadienne a enregistré des progrès considérables au chapitre de la création d'emplois et de l'accroissement du nombre moyen d'heures travaillées. Par ailleurs, le taux de chômage a atteint un creux historique. À la faveur de l'amélioration notable des conditions sur le marché du travail et de la diminution marquée de la marge de ressources inutilisées sur ce marché, la croissance des salaires s'est aussi raffermie. D'après les estimations de la Banque, le taux d'accroissement tendanciel des salaires est passé de 1,1 % à la mi-2016 à 2,3 % au 4e trimestre de 2017 (**graphique 10**).

Conditions sur le marché du travail et salaires : évolution récente

Comme l'indiquent les résultats tant de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail (EERH) que de l'Enquête sur la population active (EPA), le nombre d'heures travaillées a fléchi en janvier. Ce recul est probablement imputable jusqu'à un certain point à un retour à la normale, après plusieurs mois de forte progression, mais l'influence de la hausse du salaire minimum dans certaines provinces a également pu jouer un rôle. D'après les résultats de l'EPA, l'emploi s'est redressé au cours des mois suivants, et la création annuelle d'emplois continue d'être généralisée au sein des secteurs et des régions. Globalement, les conditions sur le marché du travail dénotent encore une résorption de la marge de ressources inutilisées.

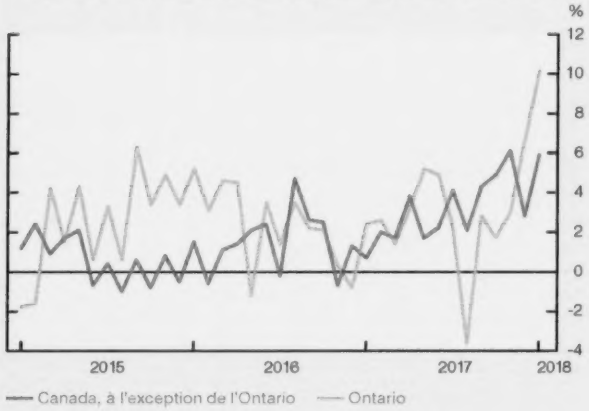
La croissance des salaires a poursuivi son redressement dans les premiers mois de 2018 : elle est passée de 1,9 % en décembre 2017 à 3,2 % en janvier selon les résultats de l'EERH, et de 2,6 % au 4e trimestre de 2017 à 3,2 % au 1er trimestre de 2018 d'après l'EPA. Dans les deux cas, l'augmentation de la croissance des salaires tient non seulement à l'absorption en cours des ressources inutilisées, mais aussi aux effets des hausses du salaire minimum dans certaines provinces. Ainsi, les salaires ont fortement augmenté en Ontario dans le secteur des services d'hébergement et de restauration et ont en règle générale été également plus élevés chez les jeunes et les travailleurs à temps partiel dans une partie des secteurs où les salaires sont plus bas (**graphique 3-A**).

Le taux d'accroissement tendanciel des salaires continue de s'accentuer : les récentes estimations le situent à 2,7 %[1], taux qui semble cependant être quelque peu gonflé par l'effet des hausses du salaire minimum. Un taux de croissance des salaires d'environ 3 % est historiquement compatible avec une économie dans laquelle il n'y aurait pas de ressources inutilisées sur le marché du travail et où

1 Une estimation préliminaire de salaires-comm (une mesure dégageant la tendance commune à quatre sources de données) indique que le taux d'accroissement tendanciel des salaires s'établissait à 2,7 % au premier trimestre de 2018, selon une estimation préliminaire fondée sur les données de l'EPA et de l'EERH. Cette estimation marque une hausse en regard du taux de 2,3 % enregistré au quatrième trimestre de 2017. Un historique de salaires-comm sera publié dans le site Web de la Banque du Canada à compter d'avril 2018.

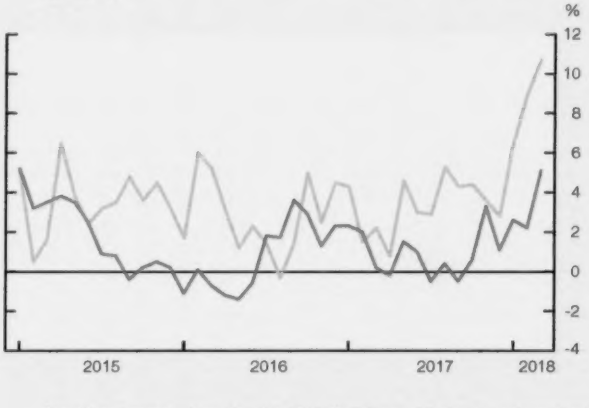
Graphique 3-A : La croissance des salaires a bondi en Ontario, sous l'effet de la hausse du salaire minimum

a. Croissance des salaires (mesure à pondération variable) dans les services d'hébergement et de restauration, Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail; taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



— Canada, à l'exception de l'Ontario — Ontario

b. Croissance du salaire horaire moyen chez les jeunes employés, Enquête sur la population active; taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : janvier 2018 (Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail) et mars 2018 (Enquête sur la population active)

(suite à la page suivante)

Encadré 3 (*suite*)

les salaires connaîtraient une évolution conforme à celle de leurs principaux déterminants que sont la croissance de la productivité tendancielle du travail et l'inflation[2]. L'estimation de 2,7 % laisse entrevoir qu'il pourrait subsister encore une marge de ressources inutilisées ou que d'autres facteurs brident la croissance des salaires.

Ressources inexploitées sur le marché du travail

La marge de ressources inutilisées sur le marché du travail s'est certes rétrécie, mais certains indicateurs signalent encore un supplément de ressources en main-d'œuvre disponibles. Par exemple, le taux de chômage à long terme reste élevé et le taux d'activité des jeunes demeure faible. Le resserrement du marché du travail pourrait amener les entreprises à recruter dans ce bassin de ressources inexploitées afin de répondre à la forte demande. Bien que le taux de participation des jeunes reste encore inférieur au niveau d'avant-crise à l'échelle nationale, en Colombie-Britannique, le rebond de ce taux ainsi que les mouvements migratoires interprovinciaux et internationaux vers cette province ont fait en sorte que l'offre de main-d'œuvre a pu s'accroître en réponse à l'essor de la demande de travailleurs (**graphique 3-B**).

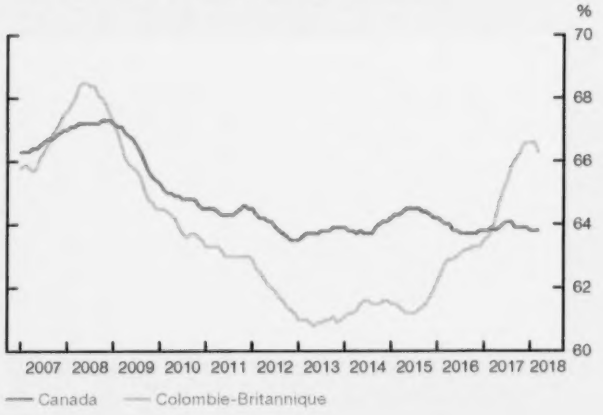
En outre, dans des périodes caractérisées par une forte croissance économique, un nombre grandissant de postes vacants et une hausse des rémunérations, les salariés sont plus enclins à quitter leur poste au profit d'un emploi mieux payé qui correspond davantage à leurs compétences et à leur expérience. Cette « réallocation de la main-d'œuvre » contribue ainsi à accroître l'efficacité économique[3].

Autres entraves à la croissance des salaires

Au cours des derniers trimestres, la croissance de la productivité du travail a légèrement dépassé celle des salaires réels. Il y a plusieurs explications possibles à cela. La croissance des salaires pourrait être freinée par les pressions concurrentielles découlant de l'automatisation de l'économie ou par les délocalisations. Il se peut aussi que les travailleurs se soient mis à privilégier la sécurité d'emploi au détriment de la croissance des salaires, préférence

Graphique 3-B : Le taux d'activité des jeunes affiche une tendance à la hausse en Colombie-Britannique

Moyenne mobile sur douze mois, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2018

qui serait une séquelle de la crise laissée sur le marché du travail. Il n'est pas non plus à exclure que la croissance des salaires suive des mouvements cycliques typiques, de sorte que celle-ci pourrait être plus lente que la croissance de la productivité du travail après une période où l'offre a été longtemps excédentaire. Toutefois, étant entendu que les données sont plutôt volatiles, nous sommes d'avis que si la croissance des salaires réels a augmenté récemment pour atteindre le même rythme que la productivité, c'est peut-être le signe que l'effet désinflationniste associé à une partie de ces facteurs est en voie de s'estomper.

Dans l'ensemble, depuis la publication du *Rapport* de janvier, la croissance des salaires a poursuivi sa progression d'une manière qui cadre avec l'absorption des ressources inutilisées sur le marché du travail, ainsi qu'avec l'effacement probable de l'influence de certains des facteurs mentionnés ci-dessus et les répercussions des hausses du salaire minimum. Ces évolutions ont aussi contribué à l'augmentation de l'inflation mesurée par l'IPC et des mesures de l'inflation fondamentale, qui avoisinent dès lors 2 %.

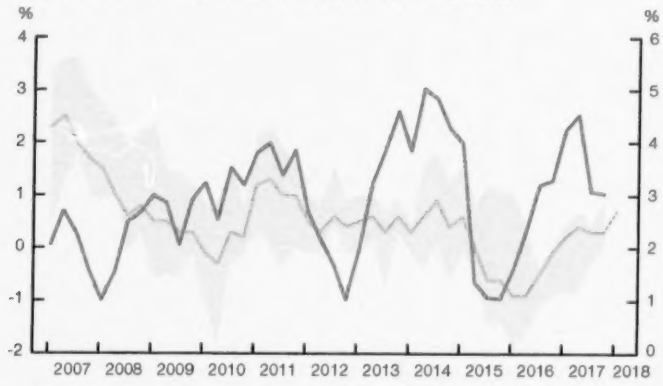
La Banque continuera de suivre de près les données portant sur le marché du travail afin d'y repérer tout signe indiquant une montée des pressions inflationnistes plus marquée qu'on ne l'escomptait.

2 Depuis 1998, le rythme de croissance de la productivité du travail et des salaires réels a été à peu près le même, et s'est établi en moyenne à 1,1 %.

3 S. S. Poloz (2018), *Le marché de l'emploi d'aujourd'hui et l'avenir du travail*, conférence David Dodge sur les finances publiques de 2018 prononcée à l'Université Queen's, à Kingston (Ontario), 13 mars.

Graphique 10 : La croissance des salaires se raffermit

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. L'estimation préliminaire pour le premier trimestre de 2018 (ligne pointillée) est fondée sur les données de l'Enquête sur la population active et de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail. La mesure salaires-comm est un indicateur de la tendance sous-jacente de la croissance des salaires. Pour en savoir plus sur cette mesure, voir D. Brouillette, J. Lachaine et B. Vincent (2018), *Wages: Measurement and Key Drivers*, note analytique du personnel n° 2018-2, Banque du Canada.

b. Les données sur les salaires proviennent de l'Enquête sur la population active, de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail, des comptes nationaux et des comptes de productivité.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : 2017T4 (plage des données sur les salaires et productivité du travail) et 2018T1 (salaires-comm)

L'inflation avoisine 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC et les mesures de l'inflation fondamentale avoisinent 2 %, ce qui cadre avec le fait que l'économie fonctionne presque à plein régime. Depuis qu'elle a touché son creux à la mi-2017, l'inflation mesurée par l'IPC s'est raffermie, comme prévu, sous l'effet de la résorption des capacités excédentaires et de la dissipation de certains facteurs temporaires.

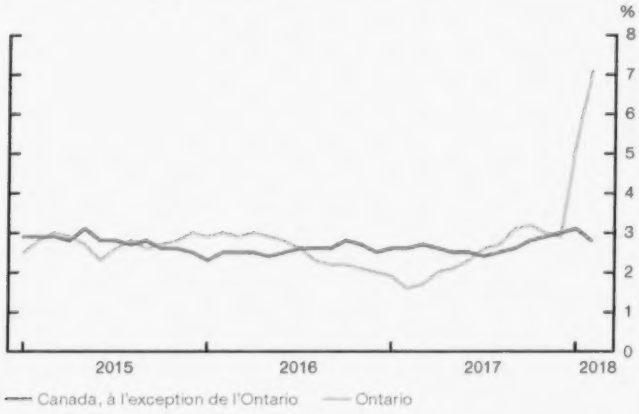
Au premier trimestre, l'inflation mesurée par l'IPC était plus élevée qu'on ne l'escomptait au moment de la parution du *Rapport* de janvier. Ce résultat positif inattendu était associé aux prix du transport aérien et des biens semi-durables, ainsi qu'aux prix de certains services touchés par la majoration du salaire minimum dans certaines provinces (**graphique 11**). L'effet de ces chocs de prix sur l'inflation devrait être passager. Dans le même temps, les fluctuations mensuelles récentes de l'inflation mesurée par l'IPC étaient principalement dues à des mouvements transitoires des prix de l'essence.

Les trois mesures de l'inflation fondamentale privilégiées par la Banque se sont inscrites en hausse, comme prévu, les pressions à la baisse exercées par la marge de capacités excédentaires ayant diminué (**graphique 12**). Le redressement de l'IPC-comm observé depuis le début de 2018 s'explique en partie par l'incidence des augmentations récentes du salaire minimum[4].

4 L'IPC-comm semble avoir réagi davantage aux hausses du salaire minimum que les autres mesures de l'inflation fondamentale. Les composantes des services sensibles aux hausses du salaire minimum ont joué un rôle plus important dans l'augmentation de cet indicateur depuis le début de l'année que dans le cas des deux autres mesures.

Graphique 11 : **L'inflation de certains services a bondi en Ontario, sous l'effet de la hausse du salaire minimum**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

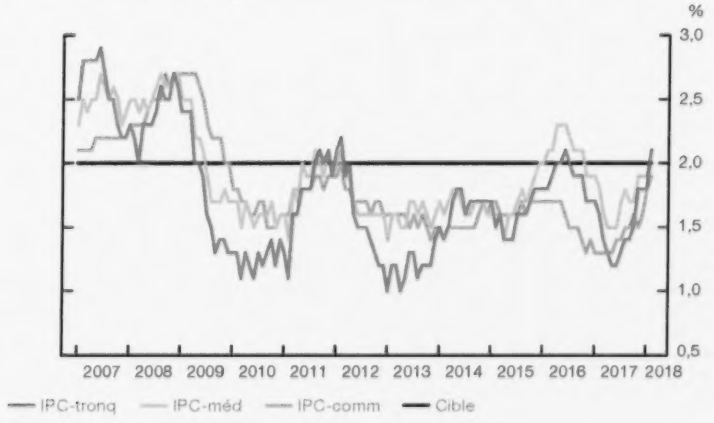


Nota : Les données portent sur l'inflation mesurée par l'IPC des services de restauration, des services de garde d'enfants et d'entretien ménager ainsi que des services de soins personnels.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : février 2018

Graphique 12 : **Les mesures de l'inflation fondamentale se sont inscrites en hausse pour s'établir près de 2 %**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada — Dernière observation : février 2018

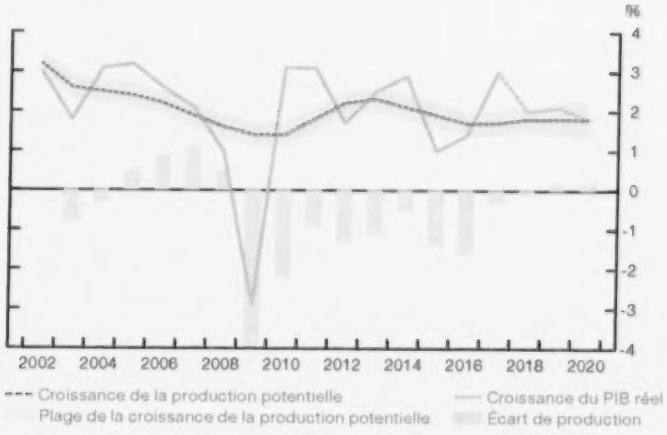
À long terme, la croissance devrait devenir plus équilibrée

La Banque prévoit que l'économie croîtra légèrement plus rapidement que la production potentielle en 2018 et en 2019, et qu'elle évoluera en phase avec cette dernière par la suite (**graphique 13**). La composition de la croissance est appelée à changer graduellement : la contribution des investissements et des exportations devrait augmenter et celle des dépenses des ménages, diminuer.

La Banque a revu ses perspectives économiques à la hausse depuis janvier pour qu'elles reflètent les implications favorables de la croissance plus élevée de la production potentielle et des budgets fédéral et provinciaux

Graphique 13 : **Le PIB réel devrait augmenter légèrement plus vite que la production potentielle**

Données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs, estimations et projections de la Banque du Canada

récemment déposés. Elle estime que les mesures contenues dans les nouveaux budgets provinciaux, si elles sont adoptées, ajouteront environ 0,4 % au niveau du PIB réel d'ici la fin de 2020, et s'attend à ce que les effets macroéconomiques du nouveau budget fédéral sur le PIB durant la période de projection soient comparables à ceux pris en compte dans le *Rapport* de janvier par suite de l'énoncé économique de l'automne 2017[5].

Le niveau accru des taux d'intérêt et le ralentissement de la croissance du revenu disponible devraient freiner peu à peu la progression des dépenses des ménages durant la période de projection. L'expansion du crédit aux ménages décélère depuis l'été dernier, ce qui indique que les taux d'intérêt plus élevés et les mesures touchant le marché du logement commencent à agir sur les habitudes d'emprunt (**graphique 14** et **graphique 15**). Dans sa projection, la Banque continue de tenir compte d'une plus grande sensibilité des dépenses des ménages aux hausses des taux d'intérêt lorsque le niveau d'endettement est élevé, et réévaluera cette sensibilité à mesure qu'elle disposera de nouvelles données.

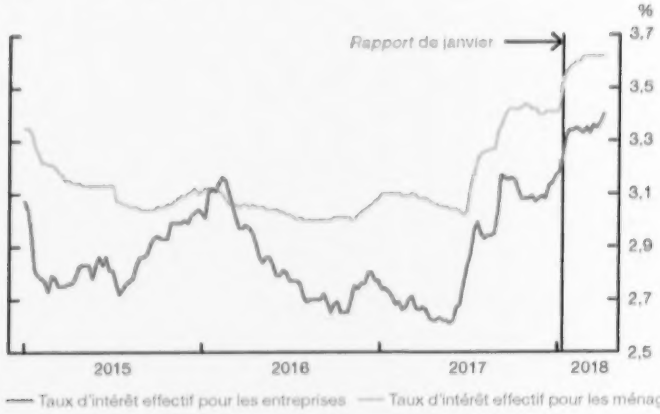
En 2018, la consommation, dynamisée par le haut degré de confiance des consommateurs et l'augmentation durable de l'emploi et des salaires, devrait continuer de contribuer fortement à la croissance. La Banque s'attend à ce que l'apport de l'investissement résidentiel diminue. La construction neuve devrait stimuler l'activité, surtout en Ontario, où la demande de logements dépasse l'offre. Cela dit, la faiblesse de l'activité de revente risque de faire contrepoids. Cette dernière ne devrait se relever que graduellement de la contraction qu'elle a subie au début de l'année.

La Banque escompte une décélération du rythme de croissance de la consommation et de l'investissement résidentiel en 2019 et en 2020. Bien que le taux de formation des ménages soit appelé à rester robuste, l'activité sur le marché de l'habitation devrait se replier petit à petit en raison des

5 Comme en janvier, l'incidence, sur le taux de croissance annuel du PIB, des charges de programmes totales prévues par le gouvernement fédéral, y compris les transferts qui soutiennent la consommation des ménages, les investissements des entreprises et les dépenses d'autres ordres de gouvernement, représente environ 0,4 point de pourcentage en moyenne durant la période de projection.

Graphique 14 : **Les taux d'intérêt effectifs ont augmenté depuis janvier, ce qui reflète la hausse du taux directeur au Canada**

Données hebdomadaires

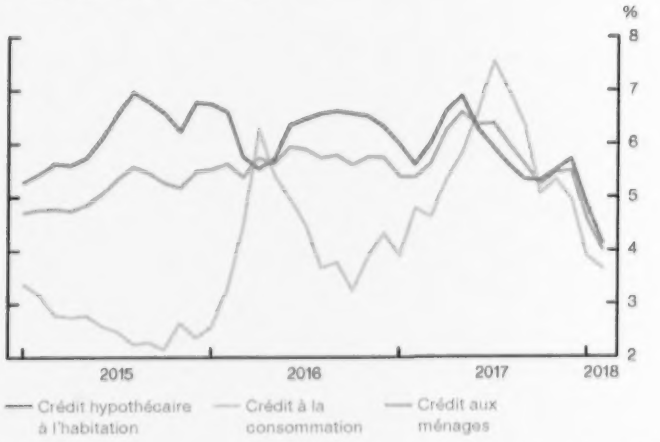


Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries de données, voir Statistiques > Conditions du crédit > Indicateurs financiers dans le site Web de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 13 avril 2018

Graphique 15 : **La croissance du crédit aux ménages a ralenti depuis l'été dernier**

Variation en pourcentage de la moyenne mobile sur trois mois, données mensuelles annualisées



Source : Banque du Canada — Dernière observation : février 2018

taux d'intérêt plus élevés et des effets à long terme des mesures relatives au logement. Parallèlement, la Banque anticipe un ralentissement en tandem du rythme de croissance de la consommation et de celui des revenus; par conséquent, le taux d'épargne devrait demeurer sensiblement stable.

Les investissements des entreprises devraient croître légèrement

Même s'ils sont bridés par l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur et par les défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, les investissements des entreprises devraient poursuivre leur remontée, à la faveur de l'augmentation soutenue de la demande étrangère et intérieure,

Graphique 16 : **Les indicateurs de la confiance des entreprises se sont améliorés au cours des derniers trimestres**

Données trimestrielles

a. Cette mesure se fonde sur les réponses aux principales questions de l'enquête sur les perspectives des entreprises.

b. La plage représente l'écart des indicateurs par rapport à leur moyenne historique, établi selon l'écart-type.

Sources : Statistique Canada, Conference Board du Canada, The Gandalf Group, Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, IHS Markit, Comptables professionnels agréés du Canada, Exportation et développement Canada, Banque du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2017T4 (investissements des entreprises) et 2018T1 (indicateur de l'enquête sur les perspectives des entreprises et plage des indicateurs des enquêtes sélectionnées)

de l'intensification des pressions sur la capacité de production et de l'optimisme des entreprises (**graphique 16**). La Banque s'attend à ce que l'expansion des dépenses d'investissement des entreprises soit particulièrement robuste dans les secteurs des services et des technologies de l'information.

Malgré le renforcement de la demande mondiale, la croissance des investissements des entreprises à vocation exportatrice du secteur des biens devrait être jugulée par l'incertitude élevée associée aux politiques de commerce extérieur, les préoccupations d'ordre réglementaire et les incitations à déplacer les investissements vers les États-Unis à la suite de la réforme fiscale américaine[6]. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises du printemps, certains répondants ont confirmé que ces facteurs influaient sur leurs décisions d'investissement.

Dans le secteur de l'énergie, qui est à l'origine de quelque 20 % des investissements des entreprises au Canada, la Banque prévoit que les investissements diminueront en 2018 et qu'ils resteront à peu près stables par la suite. Les investissements dans les nouveaux projets sont freinés par la perte de compétitivité résultant des changements aux réglementations et

6 Comme en janvier, la Banque prévoit que ces facteurs auront pour effet de réduire le niveau des investissements des entreprises. La Banque n'a pas modifié les estimations pour 2018 et 2019, mais a ajouté une année à sa projection. Le scénario de référence intègre une incidence négative sur les investissements d'environ 3 % de 2017 à la fin de 2020 (**encadré 2**). En conséquence, le niveau du PIB est inférieur d'environ 0,2 % à la fin de 2020, après la prise en compte de la teneur en importations des investissements.

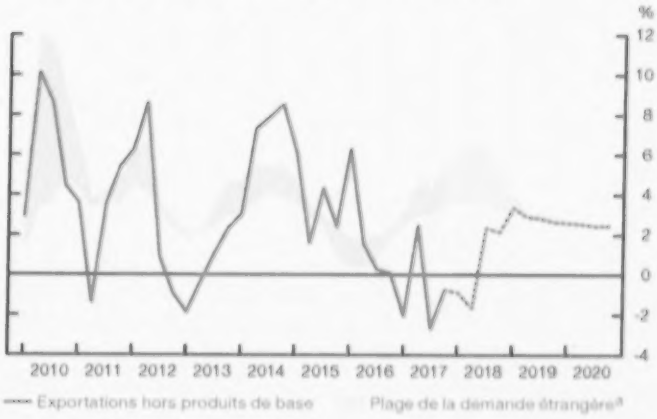
des modifications des politiques américaines. Environ la moitié du pétrole produit au Canada entre dans la catégorie du pétrole lourd, les cours du Western Canada Select (WCS) tenant lieu de référence appropriée. La congestion des infrastructures de transport a occasionné un élargissement de l'écart entre les cours du West Texas Intermediate et du WCS. Cela dit, le plein rabais ne s'applique qu'à une partie de la production de pétrole lourd, certains producteurs pétroliers ayant intégré à leurs activités des capacités de raffinage et de livraison. Néanmoins, les cours relativement bas du WCS et la capacité limitée des oléoducs pour acheminer le pétrole hors de l'Ouest du Canada pourraient décourager les investissements à long terme dans les sables bitumineux.

La croissance des exportations devrait augmenter durant la période de projection

Les exportations hors produits de base devraient croître à peu près à la même cadence que la demande étrangère, sans toutefois regagner le terrain qu'elles ont perdu au cours des derniers trimestres par rapport à l'activité mondiale et à la hausse connexe des volumes d'échanges mondiaux (**graphique 17**). La diminution continue de la part canadienne des importations américaines de biens non énergétiques n'a pas ralenti malgré la dépréciation du dollar canadien ces dernières années et témoigne des défis sur le plan de la compétitivité auxquels sont encore confrontés certains exportateurs canadiens (**graphique 18**). Quoiqu'une grande partie de cette tendance puisse s'expliquer par l'importance croissante de la Chine dans les échanges mondiaux, des facteurs propres au Canada jouent aussi un rôle. Les réductions de la production de véhicules automobiles, qui se sont traduites par une contraction considérable dans le secteur de l'automobile, devraient continuer de limiter les exportations de ce secteur. En outre, dans d'autres branches d'activité, des contraintes de capacité brideront les

Graphique 17 : **L'accroissement de la capacité d'exportation devrait permettre aux exportations hors produits de base de croître en phase avec la demande étrangère**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

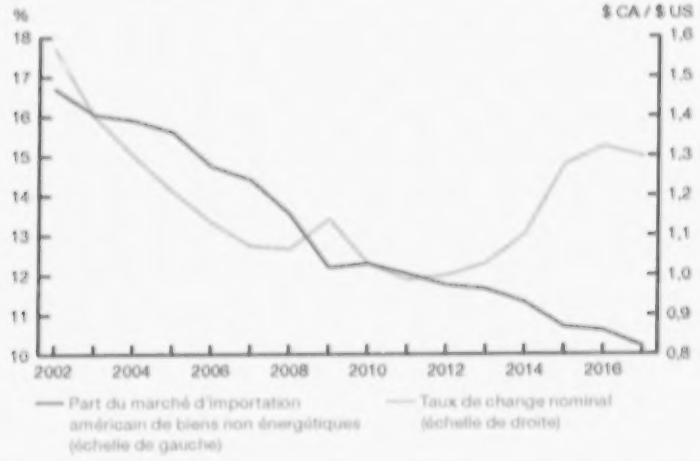


a. La plage de la demande étrangère est fondée sur les données de GRACE relatives aux exportations hors produits de base, sur la MAE-ES et sur la MAE-PI-ES. Pour en savoir plus sur les indicateurs de la demande étrangère, voir l'**encadré 3** de la livraison de janvier 2017 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Sources : Statistique Canada et calculs, estimations et projections de la Banque du Canada

Graphique 18 : **Le Canada a vu reculer de façon constante sa part des importations américaines de biens non énergétiques**

Données annuelles



Nota : Une augmentation du taux de change nominal bilatéral représente une dépréciation du dollar canadien.
Sources : Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2017

exportations. Les exportateurs ayant participé à l'enquête sur les perspectives des entreprises menée ce printemps par la Banque ont signalé des contraintes de capacité et des pénuries de main-d'œuvre, et fait mention des effets nuisibles du protectionnisme sur leurs perspectives de vente[7].

Quoique les exportations hors produits de base aient été freinées, elles devraient, dans l'avenir, enregistrer une hausse, stimulées par la vigueur soutenue de la demande étrangère. Les exportations d'une vaste gamme de biens et services canadiens devraient bénéficier de cette croissance. En ce qui concerne les biens, pensons aux aéronefs, aux camions de poids moyen et aux camions lourds ainsi qu'aux machines et matériel spécialisés. Quant aux services, citons le transport, le tourisme et les technologies de l'information et des communications (TIC). De plus, les progrès technologiques constants — surtout au sein de l'économie numérique — devraient continuer de contribuer à la forte croissance des exportations liées aux services. On s'attend à ce que les exportations de services progressent à un rythme vigoureux et que, partant, la part des exportations canadiennes qui leur revient augmente.

La Banque s'attend à ce que les exportations de produits de base augmentent à un rythme solide étant donné l'expansion prévue de la production et de la demande. Cette croissance devrait toutefois être endiguée par les problèmes persistants relatifs au transport.

7 Conjointement, les répercussions de l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur et de la perte de compétitivité en matière d'investissement devraient limiter les exportations. Les estimations pour 2018 et 2019 n'ont pas changé depuis la parution du *Rapport* de janvier, mais une année a été ajoutée à la projection. Le scénario de référence incorpore une incidence négative sur les exportations d'environ 1 ½ % d'ici la fin de 2020 (**encadré 2**). L'effet correspondant sur le niveau du PIB est inférieur d'environ 0,3 % d'ici la fin de 2020, après la prise en compte de la teneur en importations des exportations.

L'inflation mesurée par l'IPC devrait avoisiner 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC devrait rester à un niveau légèrement supérieur à 2 % jusqu'à la fin de 2018 (**graphique 19**). Des facteurs temporaires, en l'occurrence les prix élevés de l'essence et l'incidence des hausses du salaire minimum, devraient amplement contrebalancer la résorption des effets des rabais sur les prix de l'électricité et le faible renchérissement des aliments. La Banque prévoit que l'inflation retournera à un niveau proche de 2 % en 2019.

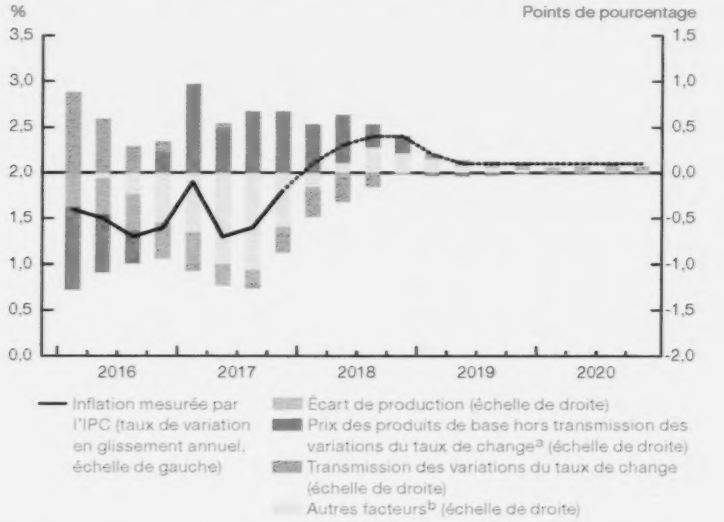
La Banque continue à surveiller de près l'incidence des facteurs mondiaux et technologiques sur l'inflation. Jusqu'ici, leurs effets sur l'inflation au Canada ne paraissent pas importants.

Par rapport à janvier, la projection concernant l'inflation mesurée par l'IPC a été révisée à la hausse de 0,3 point de pourcentage pour 2018, en raison des prix plus élevés que prévu du transport interurbain et des biens semi-durables ainsi que des effets plus considérables qu'escompté des hausses du salaire minimum. L'incidence de ces facteurs devrait se dissiper d'ici le début de 2019.

Cette projection cadre avec le maintien d'attentes d'inflation à moyen et à long terme bien ancrées. La plupart des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises sont d'avis que l'inflation demeurera entre 1 et 3 % au cours des deux prochaines années. Une faible majorité estime maintenant qu'elle s'établira dans la moitié supérieure de cette fourchette, en raison de

Graphique 19 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait monter temporairement, puis se maintenir près de 2 %

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %, données trimestrielles



a. Cette mesure tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut, de l'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario, ainsi que de la redevance sur le carbone en Alberta.

b. Au cours de la période de projection, les autres facteurs représentent principalement l'incidence prévue de l'inflation (inférieure à la moyenne) des aliments, l'incidence estimative sur le prix de l'électricité du Plan ontarien pour des frais d'électricité équitables ainsi que l'incidence estimative des hausses du salaire minimum.

Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

l'intensification des tensions sur les marchés du travail, du renchérissement des produits de base et des hausses du salaire minimum. Les compilations de Consensus Economics publiées en mars 2018 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 2,1 % pour 2018 et de 2,0 % pour 2019. Selon les réponses à une question trimestrielle sur les attentes d'inflation à long terme, les anticipations se situent en moyenne à 1,9 % jusqu'en 2028.

Se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime que ±0,3 point de pourcentage est un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. Une perspective complémentaire à cet égard est fournie au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque, qui laisse entrevoir un élargissement des intervalles de confiance à 50 % et à 90 % autour de la projection de référence, ceux-ci passant respectivement de ±0,3 et ±0,6 point de pourcentage au deuxième trimestre de 2018 à ±0,6 et ±1,5 point de pourcentage à la fin de 2020.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

L'éventualité d'une montée notable du protectionnisme à l'échelle internationale demeure le plus important risque touchant les perspectives. Même si dans le scénario de référence, la Banque tient compte des effets négatifs de l'incertitude concomitante plus forte sur les investissements des entreprises et les exportations, elle postule néanmoins que les accords commerciaux en vigueur resteront inchangés pendant la période de projection.

En se fondant sur ce postulat, la Banque estime que les risques planant sur sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. L'évolution des risques depuis janvier est synthétisée dans le **tableau 4**. Plusieurs des risques présentés dans la liste qui suit sont semblables à ceux énoncés en janvier. Compte tenu de l'évolution graduelle des conditions économiques au Canada et à l'étranger, la Banque a décidé de mettre en évidence un autre risque.

1) Investissements et exportations plus faibles au Canada

Même si la projection en matière d'exportations est prudente, les exportations de biens non énergétiques pourraient décevoir, vu les défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité et les limites de la capacité de production. Les entreprises pourraient réagir à l'accroissement de la demande extérieure en investissant à l'étranger au lieu d'investir au Canada et d'exporter leur production. Une redistribution de cette nature aurait diverses répercussions défavorables sur l'économie canadienne, notamment une baisse de la capacité de production ainsi qu'un recul de la demande intérieure découlant de la réduction de l'emploi dans le secteur des exportations.

2) Resserrement marqué des conditions financières mondiales

Les conditions financières demeurent généralement expansionnistes, mais pourraient se resserrer subitement. Les tensions accrues concernant le commerce extérieur, une réévaluation de l'orientation future de la politique monétaire ou une accélération de la hausse des salaires et des prix pourraient déclencher ce phénomène. Le resserrement des conditions financières pourrait prendre la forme d'une augmentation du rendement des obligations et de réaménagements des portefeuilles propres à causer des perturbations. Celles-ci pourraient se traduire par un recul de la confiance et de

l'activité économique (particulièrement dans les secteurs sensibles aux mouvements des taux d'intérêt), une régression de la richesse, un alourdissement du service de la dette et un affaiblissement de la croissance au Canada et à l'étranger.

3) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis

Les perspectives de croissance de l'économie américaine ont été révisées à la hausse pour tenir compte des nouvelles dépenses publiques. Néanmoins, la croissance pourrait être encore plus forte si la réforme fiscale et les mesures de déréglementation aux États-Unis réveillaient les « esprits animaux » dans un contexte combinant des conditions financières expansionnistes et des niveaux élevés des cours des actions et des bénéfices des entreprises. Les investissements pourraient s'en trouver dynamisés, ce qui, conjugué à des dépenses des ménages plus élevées, engendrerait des répercussions positives au Canada au chapitre des investissements et des exportations.

4) Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens

Le degré élevé de confiance des consommateurs pourrait se traduire par une croissance des dépenses de consommation plus marquée que prévu dans le scénario de référence. Les vulnérabilités associées à l'endettement des ménages s'accentueraient dans l'hypothèse où les dépenses supplémentaires seraient financées par de nouveaux emprunts.

5) Recul prononcé des prix des logements sur les marchés où il y a surchauffe

Bien que le rythme d'accroissement des prix semble ralentir et la demande de nature spéculative se replier, une baisse marquée du prix des logements dans certains marchés reste encore possible. Une chute des prix des logements freinerait probablement l'investissement résidentiel et la consommation.

Tableau 4 : **Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de janvier 2018**

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Investissements et exportations plus faibles au Canada	▪ Les exportations réelles de biens ont reculé d'environ 1 % en moyenne pendant les deux premiers mois de 2018. ▪ L'incertitude entourant l'avenir de l'ALENA reste élevée. ▪ Les États-Unis et la Chine ont annoncé l'imposition possible de droits de douane sur de nombreux biens. ▪ Les dépenses d'investissement en machines et matériel se sont raffermies.	▪ Les mesures de la demande étrangère ▪ Les parts du marché des exportations ▪ Les investissements des entreprises américaines et les autres sources de la demande d'exportations canadiennes ▪ Les faits nouveaux touchant les politiques de commerce extérieur ▪ La confiance des entreprises canadiennes ▪ Les investissements des entreprises canadiennes
Resserrement marqué des conditions financières mondiales	▪ Les rendements obligataires américains se sont accrus, et les cours des actions ont légèrement reculé. ▪ Les primes de terme et de risque demeurent en deçà de leurs niveaux historiques.	▪ Les taux d'intérêt à long terme à l'étranger et au Canada ▪ Les indicateurs des primes de terme incorporées dans les obligations ▪ L'augmentation des salaires et des prix dans les économies avancées ▪ Les mouvements de capitaux
Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis	▪ Le nouvel accord budgétaire prévoit l'augmentation de plus de 300 milliards de dollars américains du plafond des dépenses fédérales. ▪ Les données économiques récentes ont été un peu plus faibles que prévu. ▪ Les indicateurs de confiance restent élevés. ▪ La croissance de la productivité demeure modeste.	▪ La confiance des entreprises et des consommateurs ▪ La création d'entreprises, les investissements et la production industrielle ▪ Le taux d'activité et la productivité du travail
Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens	▪ La consommation a été légèrement moins forte que prévu au quatrième trimestre de 2017. ▪ Le taux d'épargne a été révisé à la hausse au fil des trois premiers trimestres de 2017 pour se chiffrer à 3,4 % en moyenne, et a atteint 4,2 % au quatrième trimestre. ▪ Le ratio de la dette au revenu disponible a augmenté quelque peu au quatrième trimestre de 2017. ▪ Les ventes de véhicules automobiles ont été supérieures aux projections au premier trimestre. ▪ La confiance des consommateurs a reculé par rapport au sommet atteint en décembre, mais reste élevée. ▪ Sur trois mois, la progression du crédit à la consommation a ralenti pour se fixer à 3,7 % en février.	▪ Les ventes de véhicules automobiles et les ventes au détail ▪ La confiance des consommateurs ▪ Le prix des logements et l'activité dans le secteur ▪ L'endettement et les habitudes d'épargne des ménages
Recul prononcé des prix des logements sur les marchés où il y a surchauffe	▪ L'investissement résidentiel a monté en flèche au quatrième trimestre de 2017. ▪ La croissance des prix des logements a ralenti au cours des derniers mois. ▪ La revente de logements à l'échelle nationale est presque à son plus bas niveau en cinq ans. ▪ Sur trois mois, la croissance du crédit hypothécaire a décéléré pour s'établir à 4,1 % en février.	▪ Le prix des logements et l'activité dans le secteur ▪ La confiance des consommateurs ▪ Les dépenses des ménages ▪ Le cadre réglementaire ▪ Le crédit hypothécaire à l'habitation

Annexe : Réévaluation de la croissance de la production potentielle au Canada

La croissance de la production potentielle devrait se maintenir à 1,8 % au cours de la période de projection, puis augmenter pour se situer à 1,9 % en 2021 (**tableau A-1**)[8]. Pour analyser les facteurs qui sous-tendent ces perspectives de croissance, on peut séparer la croissance de la production potentielle en deux éléments : la croissance du facteur travail tendanciel (évolution tendancielle du nombre d'heures travaillées) et celle de la productivité tendancielle du travail (évolution tendancielle de la production par heure travaillée) (**graphique A-1**).

Tableau A-1 : Taux de croissance projetée de la production potentielle
Taux de variation en glissement annuel[a, b]

	2017	2018	2019	2020	2021
Fourchette de la production potentielle	de 1,4 à 2,0	de 1,5 à 2,1	de 1,4 à 2,2	de 1,3 à 2,3	de 1,3 à 2,5
Production potentielle	1,7 (1,3)	1,8 (1,4)	1,8 (1,5)	1,8 (1,6)	1,9
Facteur travail tendanciel	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6 (0,5)	0,5
Productivité tendancielle du travail	1,0 (0,6)	1,0 (0,8)	1,1 (0,9)	1,2 (1,1)	1,4

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2017.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

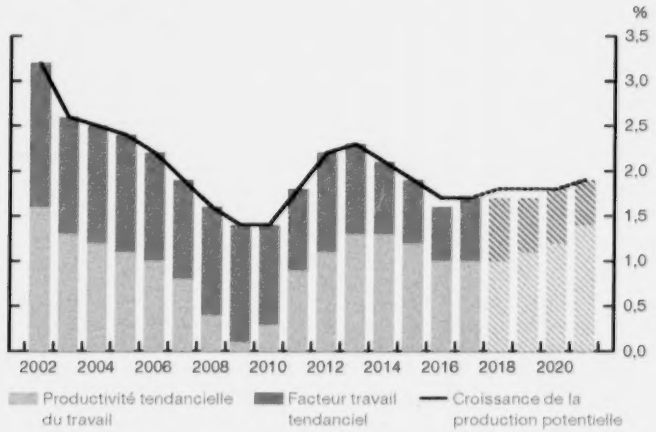
Le vieillissement de la population devrait continuer de peser sur la croissance tendancielle du facteur travail au cours de la période de projection, notamment par deux canaux. D'abord, la croissance de la population en âge de travailler devrait encore ralentir même si l'immigration permettra de renverser partiellement ce ralentissement. Ensuite, la croissance du taux d'emploi tendanciel ralentit aussi, car la proportion des 55 ans et plus dans la population active augmente et leur taux de participation est plus faible que celui des personnes dans la force de l'âge (les 25 à 54 ans). En outre, les 55 ans et plus sont susceptibles de travailler moins d'heures que les personnes dans la force de l'âge lorsqu'ils occupent un emploi[9]. Néanmoins,

8 Pour de plus amples informations, voir A. Agopsowicz et autres (à paraître), *La production potentielle au Canada : réévaluation de 2018*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

9 En revanche, le recul à long terme du nombre tendanciel moyen d'heures travaillées s'explique en partie par une hausse de la proportion de travailleurs dans le secteur des services. En effet, le nombre hebdomadaire d'heures travaillées y est généralement plus faible.

Graphique A-1 : **La croissance de la productivité tendancielle du travail devrait progresser et soutenir la croissance de la production potentielle**

Données annuelles



Nota : Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.
Sources : Statistique Canada et estimations et projections de la Banque du Canada

grâce aux importants gains enregistrés au chapitre de l'emploi en 2017, la croissance tendancielle du facteur travail est un peu plus forte que lors de la réévaluation d'avril 2017.

En 2017, la croissance tendancielle de la productivité du travail a atteint un creux; la phase d'ajustement qui a suivi la baisse des prix des produits de base survenue en 2014 aurait donc vraisemblablement pris fin. La croissance tendancielle de la productivité du travail devrait progresser pour atteindre 1,4 % en 2021, rythme supérieur à la moyenne historique, qui est d'environ 1,1 %. Deux facteurs expliquent ce rythme plus élevé que la Banque ne l'escomptait dans sa réévaluation d'avril 2017. L'essentiel des révisions à la hausse intervenues entre 2014 et 2018 découle des nouvelles données sur les investissements des entreprises et sur le stock de capital pour 2014 publiées par Statistique Canada en novembre 2017. Les prévisions d'investissement plus optimistes motivent les révisions de la productivité tendancielle du travail effectuées pour le reste de la période de projection et jusqu'en 2021.

Les estimations de la production potentielle sont imprécises du fait de l'incertitude qui entoure l'évolution de ses composantes. La productivité est, par exemple, fonction de facteurs intrinsèquement difficiles à prévoir : mutations structurelles, progrès technologiques, niveau et composition des investissements, etc. Pour tenir compte de cette incertitude, la Banque établit une fourchette autour des points médians.

À ce stade-ci du cycle économique, la hausse des investissements conjuguée à la progression de l'emploi — effets procycliques — pourrait mener à une croissance de la production potentielle plus forte que celle figurant dans le scénario de référence. Par exemple, un regain d'activité et une amélioration des conditions du marché du travail pourraient inciter certaines personnes à intégrer la population active : membres de segments sous-représentés de la population, membres de groupes où les taux d'activité sont moindres et chômeurs de longue durée.

L'adoption de nouvelles technologies numériques comme l'intelligence artificielle pourrait se traduire par des gains de productivité découlant d'investissements connexes en capital humain et organisationnel[10]. La numérisation de l'économie pourrait aussi accroître le roulement net des entreprises, ou du moins atténuer son déclin à long terme, à mesure que de nouvelles entreprises numériques plus productives remplacent les entreprises inefficientes. Les entreprises pourraient ainsi repousser les frontières technologiques en exploitant à fond leur capacité numérique.

La croissance de la production potentielle pourrait être plus faible que dans le scénario de référence en cas de dégradation des conditions des accords commerciaux existants ou d'imposition de nouvelles barrières à l'égard des exportations canadiennes. L'ajout de telles entraves aux échanges internationaux pourrait se traduire au Canada par des investissements des entreprises inférieurs à ceux qui sous-tendent la projection actuelle et bouleverserait les chaînes d'approvisionnement internationales. De plus, les différences entre les politiques budgétaires et la réglementation du Canada et des États-Unis pourraient freiner les investissements plus que prévu, et par là même la productivité. Enfin, dans sa dernière enquête sur les perspectives d'investissement, Statistique Canada laissait présager qu'il y aurait plus tard cette année une révision à la baisse des données historiques, laquelle pourrait aussi mener à une révision à la baisse de la croissance tendancielle de la productivité du travail[11].

10 Les comptes nationaux n'intègrent que trois types d'investissements incorporels, soit la recherche-développement, l'exploration minière et les logiciels.

11 La faiblesse des investissements des entreprises canadiennes observée depuis 2015 pourrait aussi être attribuable à des facteurs de nature plus structurelle et moins cyclique qu'on ne le pensait, comme le vieillissement de la population ou la faible croissance de la productivité. Voir R. Barnett et R. Mendes (2017), *A Structural Interpretation of the Recent Weakness in Business Investment*, note analytique du personnel n° 2017-7, Banque du Canada.